

DWS 国内不動産マーケットレポート

本レポートのハイライト

- 世界的な景気の下振れリスクがあるものの、国内景気はアフターコロナへの移行とともに緩やかな回復基調が続いている。
- 海外とは対照的に国内の不動産融資環境は良好な水準を保っている。取引市場についてみればオフィスビルでは J-REIT を含む国内勢が目立ち、物流・住宅・ホテルセクターでは外資勢による取引が目立った。
- グローバル金融市場の動揺や東京都心のオフィス需給への懸念で東証 REIT 指数は弱含み、また都心部 A クラスビルの床単価はコロナ前に比べ累計で約 4 割落ち込んだ。
- 東京のオフィス空室率は 20 か月間 6% 台で推移しており、新築ビルの空室率は 29% と高止まりしている。
- 賃貸市場では物流セクターの空室率が大量供給の影響で大きく上昇し、賃料はほぼ横ばいで推移した。
- 分譲マンションの価格はこれまでの常識を覆す高値となり、世帯形成層には手の届かない価格帯となっている。このため賃貸住宅市場ではファミリー向け物件を中心に引き続き旺盛な需要が見込まれる。

1 / 経済・金融

国内景気はアフターコロナへの移行とともに緩やかな回復基調が続き、実質経済成長率は 2022 年通年で 1.1%、2023 年第 1 四半期は 1% 前後と比較的堅調な水準となったものとみられる。外需の落ち込みで設備投資や輸出が低迷したのに対し、全国旅行支援や水際対策の緩和による個人消費やインバウンド需要の持ち直しが回復をけん引した。欧米における銀行セクターの動揺による直接的な影響や不動産への融資環境の悪化などは今のところほとんど見られない¹。今後も内需を中心に緩やかな景気回復が続くものとみられるが、欧米市場における景気の下振れリスクが高まるにつれ、国内景気にも影響を懸念する声が強くなる。

¹ 国内ではホテルなどを運営するユニゾホールディングス(HD)が 2023 年 4 月、民事再生法の適用を申請し経営破たんした。負債総額は 1262 億円で新型コロナウイルスの感染拡大でホテル事業が低迷し、資金繰りが悪化した。

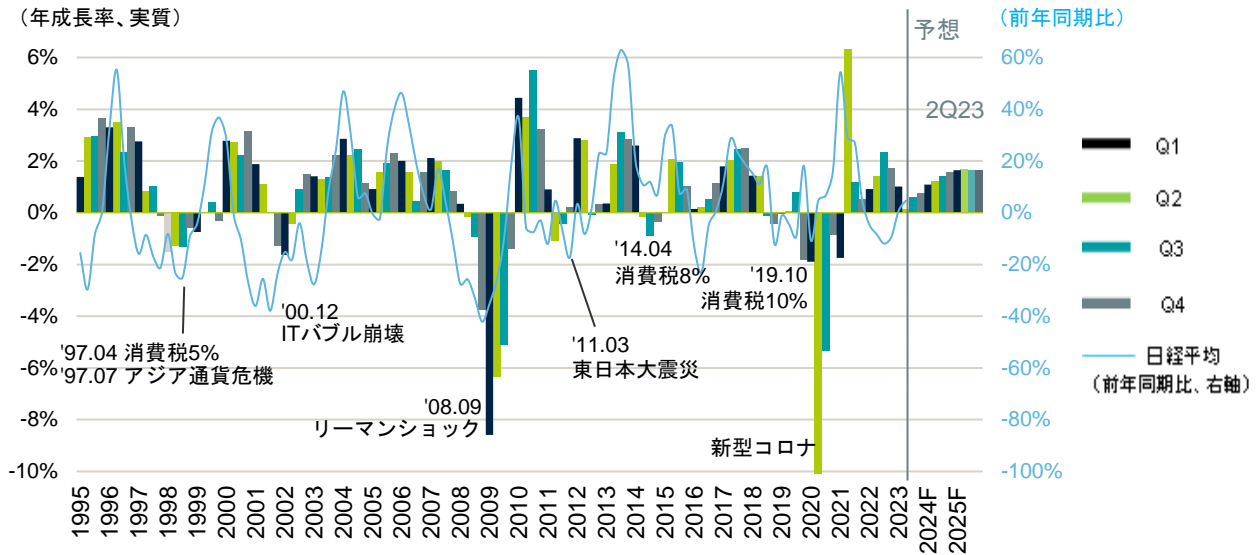
The brand DWS represents DWS Group GmbH & Co. KGaA and any of its subsidiaries, such as DWS Distributors, Inc., which offers investment products, or DWS Investment Management Americas, Inc. and RREEF America L.L.C., which offer advisory services. There may be references in this document which do not yet reflect the DWS Brand.

Please note certain information in this presentation constitutes forward-looking statements. Due to various risks, uncertainties and assumptions made in our analysis, actual events or results or the actual performance of the markets covered by this presentation report may differ materially from those described. The information herein reflects our current views only, is subject to change, and is not intended to be promissory or relied upon by the reader. There can be no certainty that events will turn out as we have opined herein.

Marketing Material. In EMEA for Professional Clients (MIFID Directive 2014/65/EU Annex II) only; no distribution to private/retail customers. In Switzerland for Qualified Investors (art. 10 Para. 3 of the Swiss Federal Collective Investment Schemes Act (CISA)). In APAC for institutional investors only. In Australia and New Zealand for Wholesale Investors only.

In the Americas for Institutional Client and Registered Rep use only, not for public viewing or distribution. In Israel for Qualified Clients (Israeli Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law 5755-1995). For investors in Bermuda: This is not an offering of securities or interests in any product. Such securities may be offered or sold in Bermuda only in compliance with the provisions of the Investment Business Act of 2003 of Bermuda which regulates the sale of securities in Bermuda.

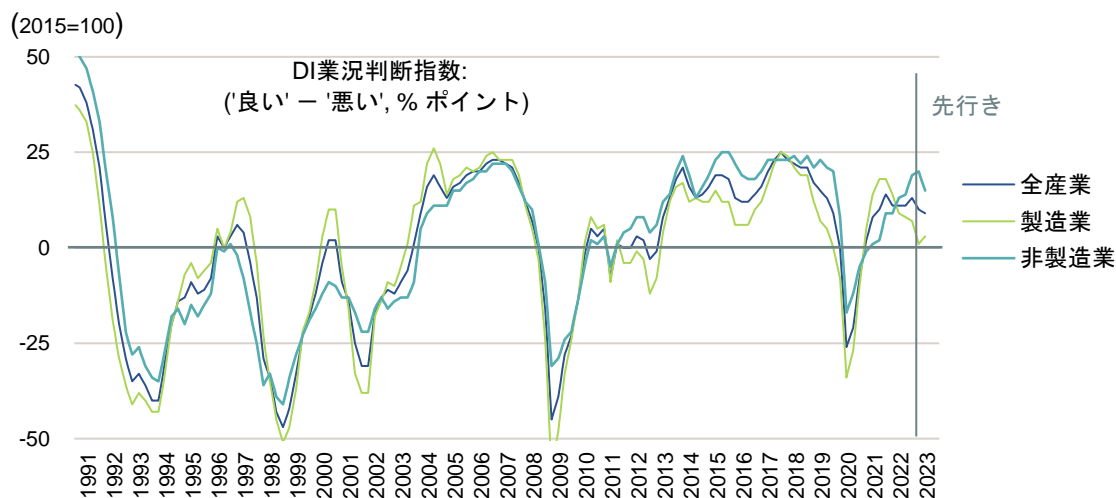
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



F: DWS 予想値 (文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照)
 出典: 内閣府の資料をもとに DWS 作成

2023年3月の日銀短観による業況判断指数 DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は10ポイントと、半年前の水準から概ね横這いとなった。業種別でみると、資材調達コストの高騰や海外需要の縮小に直面している素材産業や輸出産業など製造業の景況感(黄緑色)が5四半期連続で悪化したのに対し、アフターコロナの恩恵を受け小売、不動産、サービス業を中心に非製造業の景況感(深緑色)の回復が顕著となった。先行きについては、サービス業を中心に個人消費の持ち直しを期待する声もあるが、外需を中心に不透明感が高まっている。

図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観

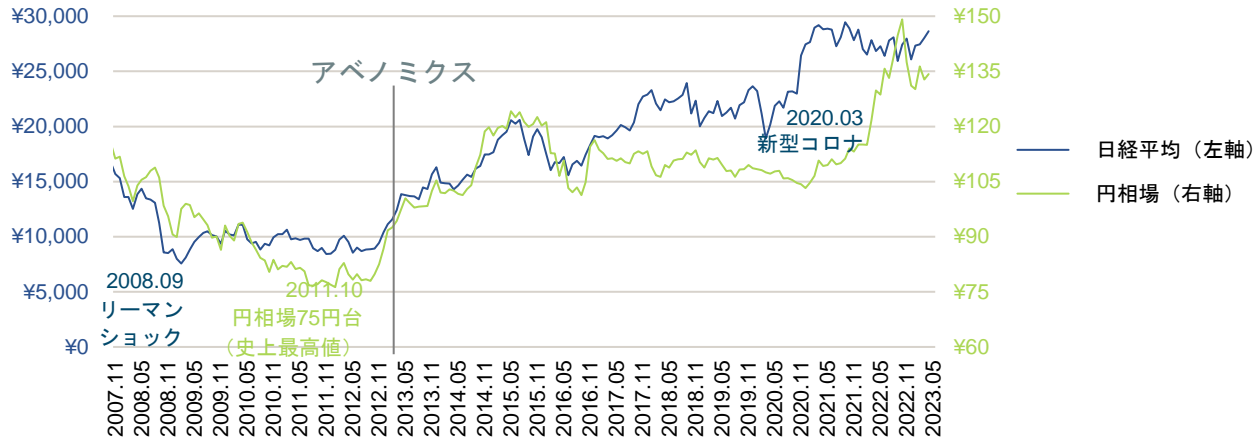


出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

今年3月以降、米地銀の経営破綻やスイスの金融大手 UBS によるクレディ・スイス・グループの買収などが相次ぎ、欧米市場では金融セクターの動揺が広まったのに対し、国内の金融市場は比較的安定して推移した。日経平均株価は昨年末の 26,000 円台前半から 2023 年 5 月半ばの 28,000 円台後半まで約 11%の上昇となった。ドル円相場は日米の金利差が拡大したことから 2022 年 10 月には約 32 年ぶりに 150 円台を付けるなど一時的に円安が進んだものの、その後は円がやや盛り返し、2022 年 11 月以降は現在まで概ね 130 円台で推移する展開が続いている。

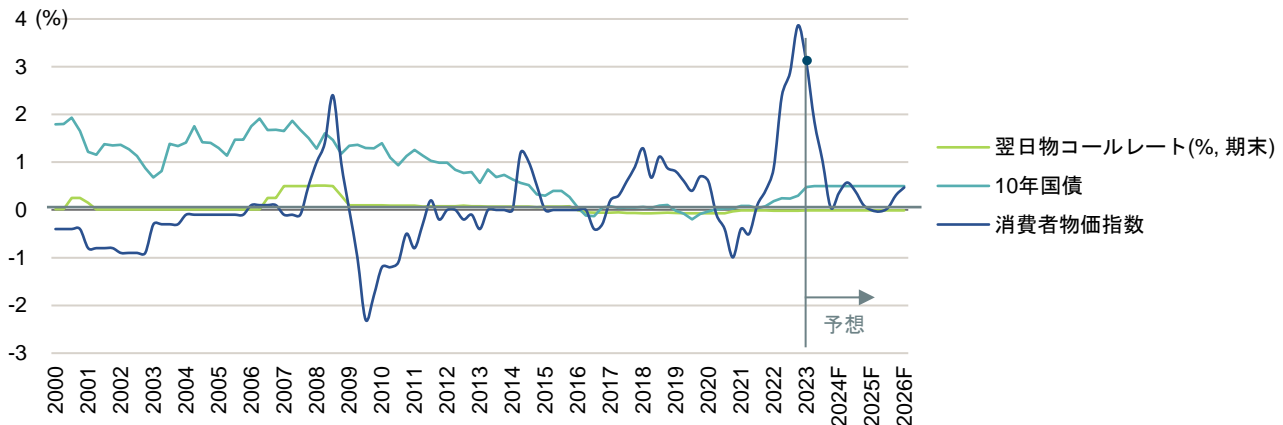
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: DWS 作成

昨今の円安や資源高を背景に国内でもインフレ傾向が強くなってきている。2023 年 1 月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コア CPI)は 4.2%と 1 年前の 0.3%から大幅に上昇し、約 42 年ぶりの高水準となった。これと前後し、日銀は 2022 年 12 月に長短金利操作(イールドカーブコントロール、YCC)の見直しを行ったが、2023 年 4 月の植田新総裁は現在の金融緩和措置を当面継続するとしている。10 年物国債利回りは 2022 年 10 月の 0.25%から 2023 年 5 月には YCC の新たな上限の 0.5%かそれを少し下回る水準で推移している。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数の推移



F: DWS 予想値
出典: DWS 作成

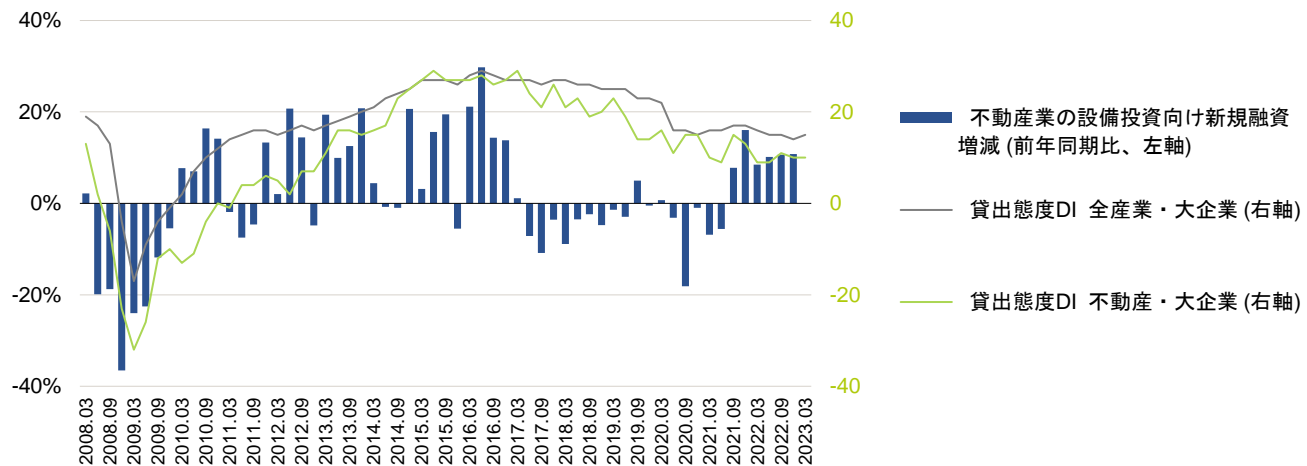
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

2 / 不動産投資市場

2.1 不動産融資

2023年3月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(黄緑線)は10ポイントと、2022年9月から概ね横這いで推移しており、不動産の融資環境が大きく悪化している海外市場に比べ概ね良好な水準を保っている。2022年12月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比で10.8%の増加となり、6四半期連続での成長となった。

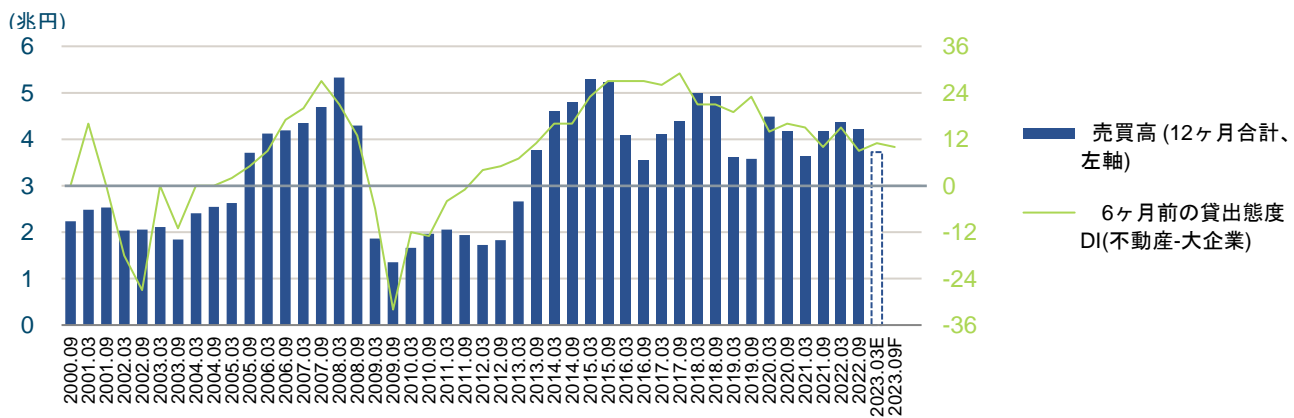
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2023年3月までの12ヶ月間における国内収益不動産売買高は速報ベースで約3.7兆円と、1年前から約15%の減少となった。海外に比べ国内の融資環境は良好な水準を保っているものの、海外投資家の中には世界的な金融引き締めや株式相場下落を受けて不動産の新規投資に慎重になっているケースも増えている。一方、昨年低迷したREITによる物件取得は足元でやや盛り返している。

図表 6: 収益不動産売買高と金融機関の不動産向け貸出指標の推移



E: DWS 推定値、F: DWS 予想値

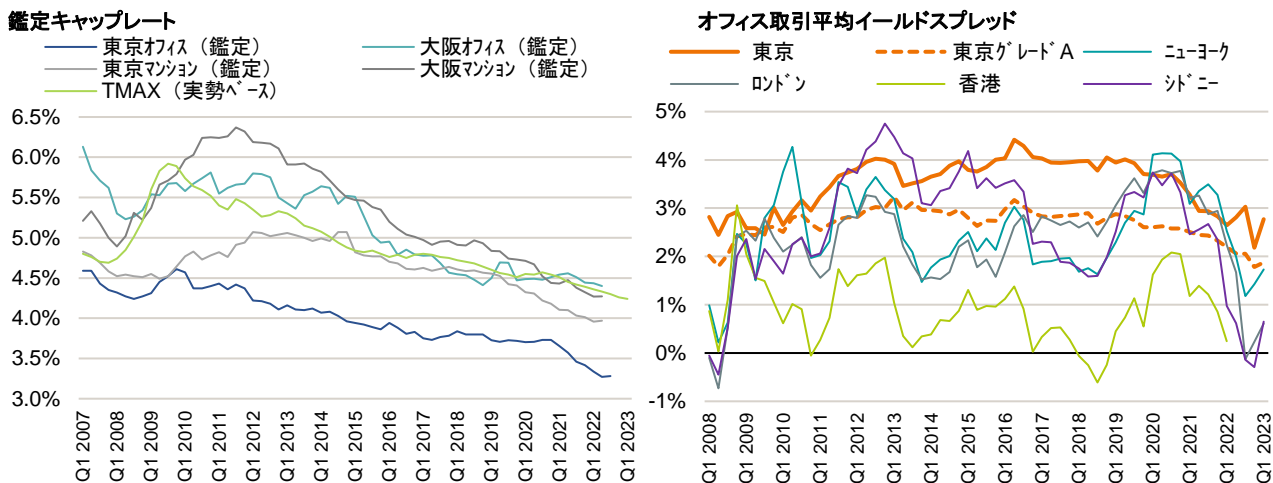
出典: 日本銀行、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

2.2 不動産価格

図表7の左図にあるセクター別のキャップレートのうち、2023年3月期の実勢価格を織り込んだTMAXキャップレートと2022年9月期の東京オフィスの鑑定キャップレート(速報値)はそれぞれ4.2%、3.3%と、コロナ禍以前の水準と比べて緩やかな下落傾向が続いた。一方で図表7右図にある世界主要都市のオフィス取引平均イールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は、ニューヨーク、ロンドンを含む世界主要都市でいずれも200bpsを下回る水準にとどまっているのに対し、東京は280bpsとスプレッドの高さが際立っている。

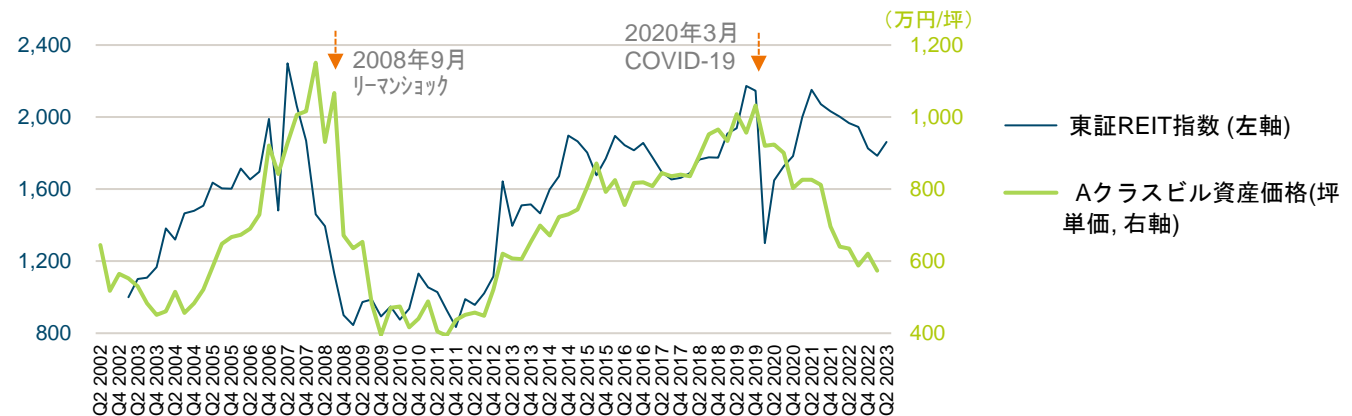
図表7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
 出典: 不動産証券化協会、TMAX、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

米国を始めグローバル金融市場での急速な金利引き上げや東京都心のオフィス需給への懸念で、REIT市場は弱含む展開が続いており東証REIT指数は2021年12月の2,000ポイント台半ばから2023年5月半ばには1,800ポイント台半ばまで約12%下落した。実物不動産の価格指標となる東京都心部Aクラスビルの2023年3月の床単価は前年同期比10.3%下落の574万円/坪となり、オフィス賃貸需要の低迷を反映する形で2019年末に比べ床単価は累計で約4割近く落ち込んだ。

図表8: REIT指数と実物不動産価格(床単価)の推移



図表8: REIT指数と実物不動産価格(床単価)の推移

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

2.3 不動産取引

2022年10月以降に取引・発表された国内不動産取引は以下の通りで、最大の取引はヒューリックやトーセイ・アセット・アドバイザーズなどのコンソーシアムによる大手町プレイスイーストタワーの取得(4,364億円)で、これに三井住友トラストやパナソニックファイナンスによる東急プラザ銀座の取得(推定1,300億円)や香港のGaw Capitalによる千葉ニュータウン物流センターなど7物件の物流ポートフォリオの取得(800億円)が続いた。ハイマンテン渋谷ビルなど3物件の取引は630万円/㎡と判明した取引では単価が最も高額な取引となり、取引キャップレートでみると大手町ファーストスクエアの持分10%の取引が2.6%と最も低かった。

今期は単体のビルとしては過去最大の不動産取引となった大手町プレイスイーストタワーの取引があったほか、J-REITや国内企業による大型オフィス取引が活発に行われた一方、外資系によるオフィスの大型取引は確認されなかった。逆に、物流、住宅、ホテルの大型取引では外資系の存在感が目立ち、セクターによって買い手の顔ぶれには対照的な動きがみられた。

図表 9: 2022年第4四半期以降に取引・発表された主な国内不動産取引(一部進行中の案件含む)

種別	物件名称 (取得割合%)	取得額 (億円)	単価 (百万円/㎡)	キャップ レート	所在	取引 年月	取得主
	大手町プレイスイーストタワー	4,364	1.24	-	千代田	22年10月	ヒューリック、トーセイ・アセット・アドバイザーズ
	小田急第一生命ビルの持分95%	推710	1.01	-	新宿	23年3月	第一生命
	晴海フロント	391	0.86	3.9%	中央	22年11月	ジャパンリアルエステイト投資法人
	霞が関東急ビル	306	1.63	3.5%	千代田	23年3月	アクティビアプロパティーズ投資法人
オフィス	大手町ファーストスクエアの持分10%	270	1.91	2.6%	千代田	22年10月	ダイビル
	飯田橋グラン・ブルームの持分12%	254	1.73	3.5%	千代田	23年1月	日本ビルディングファンド投資法人
	ミネアミズ東京本社	250	1.56	-	港	22年10月	国内法人
	新川崎三井ビルの持分50%	240	0.35	6.3%	神奈川	22年10月	SMFL みらいパートナーズ
	ARGYLE aoyamaの持分50%	239	2.17	2.9%	港	23年2月	ジャパンリアルエステイト投資法人
	神谷町トラストタワーの持分5%	237	2.42	2.8%	港	22年11月	森トラスト総合リート投資法人
	豊洲ベイクロスタワーの持分12%	216	0.98	3.5%	江東	23年1月	日本ビルディングファンド投資法人
	東急プラザ銀座の持分85%	推1,300	1.18	-	中央	23年3月	三井住友トラスト・パナソニックファイナンス
	ハイマンテン渋谷ビルなど3物件	推400	6.30	-	渋谷	22年10月	FPG
	イオンモール和歌山	推170	0.18	6.0%	和歌山	23年1月	イオンリート投資法人
物流	千葉ニュータウンLCなど7物件	800	0.31	-	千葉など	22年12月	Gaw Capital(香港)
	御殿山SHビル	700	3.50	2.9%	品川	23年3月	TIS
	ESR市川DCの持分33%	340	0.45	-	千葉	23年1月	M&G Investments(英)
	プロロジスパーク猪名川1の持分50%	279	0.27	4.4%	兵庫	22年12月	日本プロロジスリート投資法人
	アイミッションズパーク市川塩浜	218	0.38	4.0%	千葉	22年10月	アドバンス・ロジスティクス投資法人
	MFLP大阪交野	165	0.24	5.0%	大阪	23年1月	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人
	AXA住宅ポートフォリオ(44物件)	800	-	-	東京など	22年12月	AXA IM(仏)
住宅	トラティス亀戸など23物件	推330	33/戸	-	江東など	23年2月	三井物産デジタルアセットマネジメント

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

ホテル/ ヘアスケア	ハイアットリージェンシー東京の持分 98%	推 570	76/室	-	新宿	23年3月	KKR(米)
	リーガロイヤルホテル大阪	推 520	50/室	-	大阪	23年1月	BentallGreenOak(カナダ)

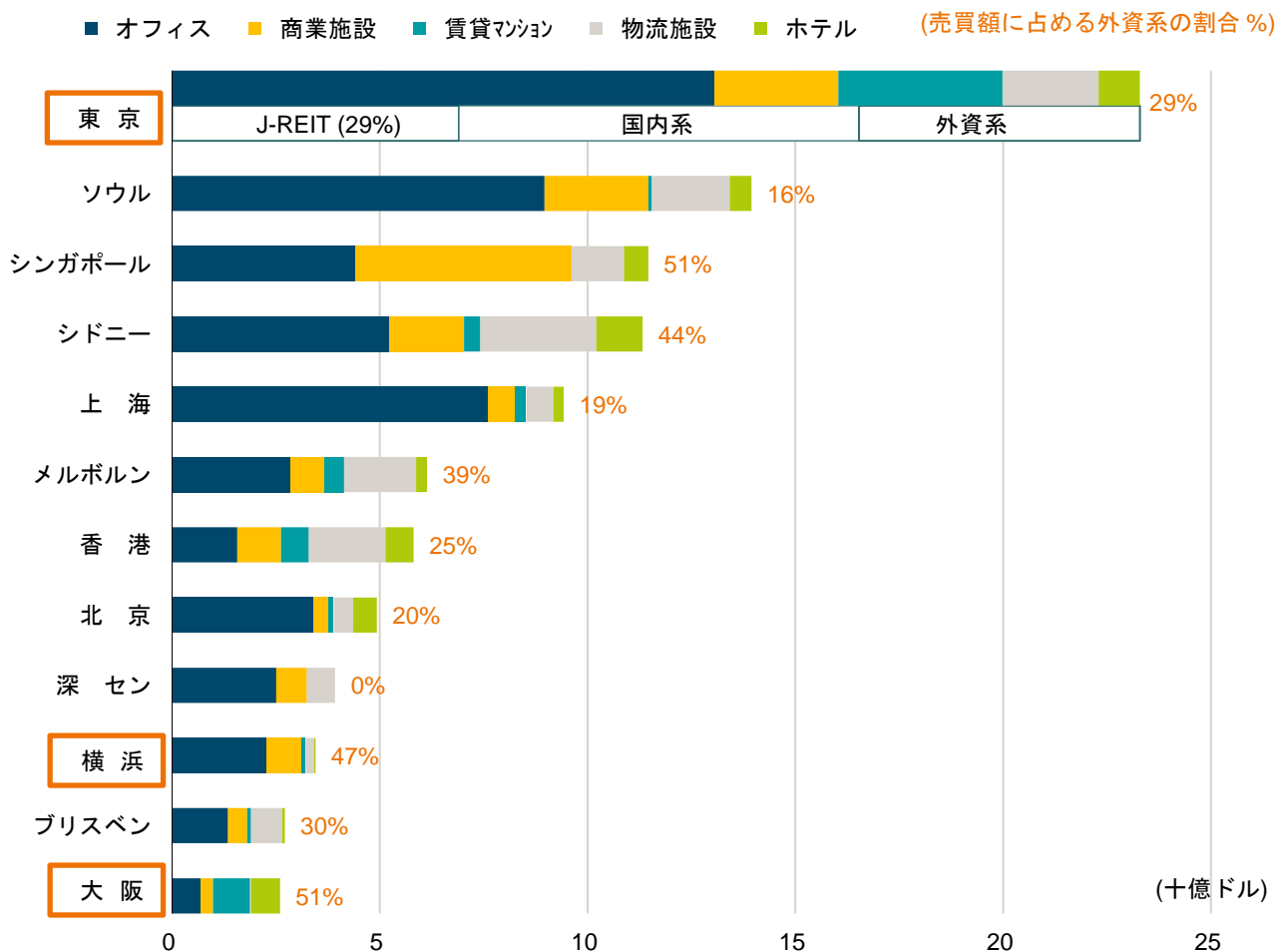
注: 取得主が緑色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

*ホテルの単価は客室単価、住宅は一戸当たりの単価を記載しています。

出典: 日経不動産マーケット情報、各社公表資料をもとに DWS 作成

2023年3月末までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額を都市別にまとめると図表10の通りで、アジア太平洋域内の主要都市の取引量が半年前に比べ1-4割減少したのに対し、東京は唯一取引量が増加し233億ドルとなり、他の都市との差がさらに広がった。セクター別でみると物流とホテルセクターの取引量が同約2割増加し、市場全体の取引量増加をけん引した。買い手の顔ぶれでみると、J-REITと外資系がそれぞれ約3割を占めた。横浜と大阪の取引額はそれぞれ35億ドルと26億ドルとなり、横浜は北京や深センに次ぐ10位、大阪は12位となった。

図表 10: アジア太平洋地域の都市別収益不動産売買取引額ランキング (2023年3月末までの12ヶ月間)



注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

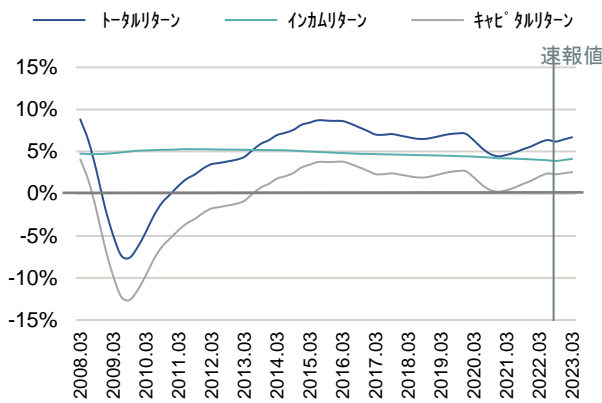
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

2.4 不動産投資リターン&J-REIT

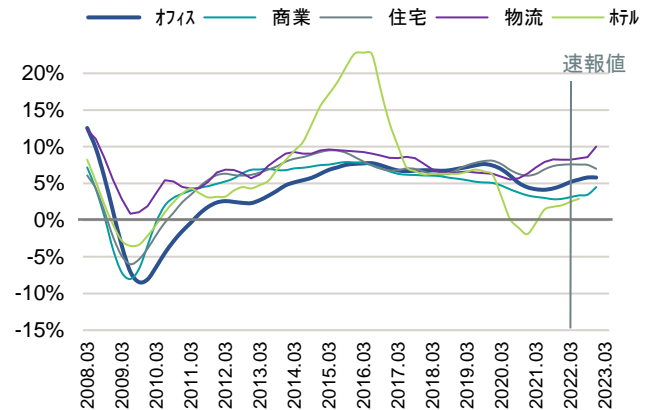
2022年12月の実物不動産のトータルリターンは速報ベースで年率6.4%と2年前の4.4%から緩やかに上昇した。セクター別で見ると、物流施設と賃貸住宅セクターのリターンが年7-8%と比較的高かったのに対し、東京都心部で賃料が伸び悩むオフィスセクターは年5%台とやや低調だった。またコロナ禍による打撃が大きかった商業とホテルセクターはこの時点でまだ年3%前後にとどまっているが、2022年10月の水際対策緩和による訪日観光客回復の恩恵で2023年には堅調に持ち直していくものとみられる。

図表 11: 実物不動産投資の年間トータルリターン推移 (レバレッジ前)

年間トータルリターン



セクター別トータルリターン



注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
出典: MSCI Real Estate -IPD (左表)、不動産証券化協会 (右表) のデータをもとに DWS 作成

東証 REIT 指数は 21 年 12 月の 2,000 ポイント台半ばから 2023 年 5 月には 1,800 ポイント台半ばへと 1 割強値を落とした。これに対し、他国の REIT 市場は 2022 年に入って主要国の急激な利上げや景気悪化の懸念から大幅に下落し、米国 REIT や英国 REIT が同時期約 3 割、豪州 REIT が約 2 割下落した。

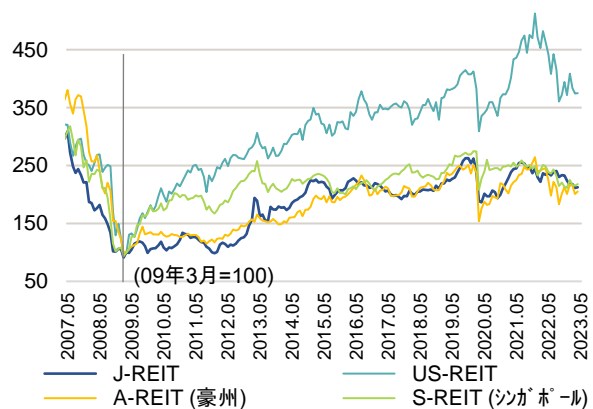
図表 12: REIT インデックス (株価との比較と国際比較)

東証 REIT 指数と日経平均比較



REIT 指数の国際比較

(DEC 19 = 100)

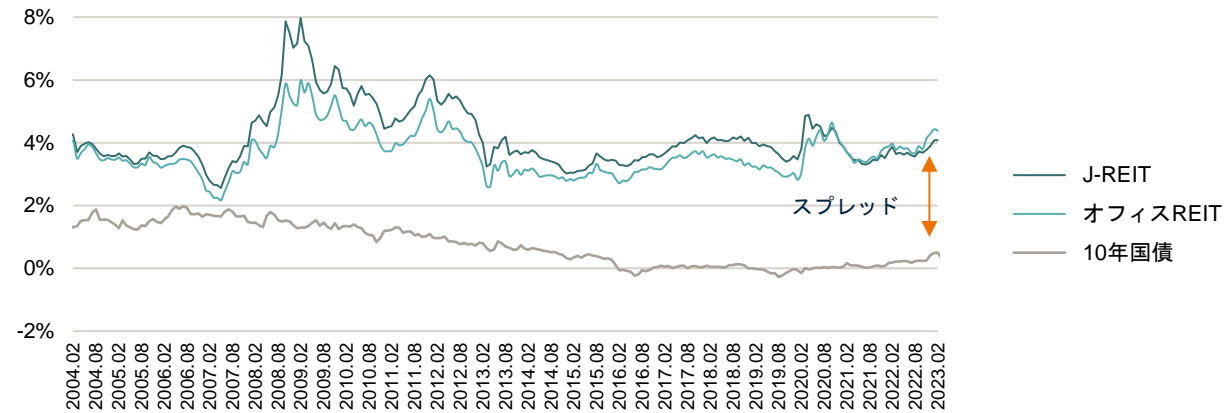


注: 参照インデックスは東証リート・インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT), S&P/ASX 0 A-REIT Index (豪州 REIT), FTSE ST REIT Index (シンガポール REIT)
出典: DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

J-REITの平均分配金利回りは2023年2月の4.08%(オフィス型REITは4.38%)と6か月前から50bps(同70bps)上昇した。同時期のJ-REIT分配金利回りと国債利回りとの差(スプレッド)も3.58%(同3.88%)と6か月前の水準から20bps(同40bps)上昇し、分配金のスプレッドが1%を下回っている米国REIT(60bps)や英国REIT(55bps)と比べると、この指標では投資妙味が高くなっている。

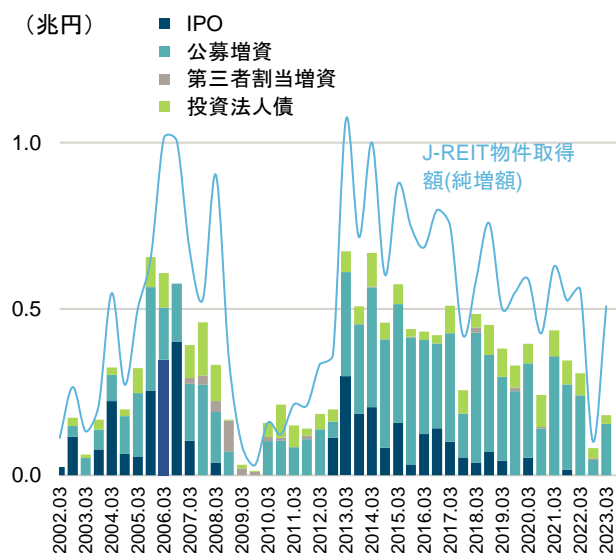
図表 13: J-REIT 分配金利回り



出典: 三井住友トラスト基礎研究所の資料をもとに DWS 作成

2022年10月-2023年3月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はなく、100億円を上回る規模の公募増資はGLP投資法人など7件が実施され、うち5件は物流REITによるものとなった。J-REITによる増資額は計1,551億円、グロスの物件取得額は6,565億円(売却額を除いたネットでは5,081億円)で、前期比ではそれぞれ約3倍、5倍の大幅な増加とやや持ち直したものの、依然として過去の長期平均を約2-4割下回る水準にとどまっている。

図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



直近の主要増資一覧	時期	増資額 (億円)
GLP投資法人	2022年10月	331
三菱地所物流リート投資法人	2022年10月	233
日本プロロジスリート投資法人	2022年12月	231
ジャパンリアルエステイト投資法人	2023年3月	200
イオンリート投資法人	2023年1月	113
CRE ロジスティクスファンド投資法人	2023年3月	108
アドバンス・ロジスティクス投資法人	2022年10月	108
その他公募増資	10-3月	227
合計		1,551

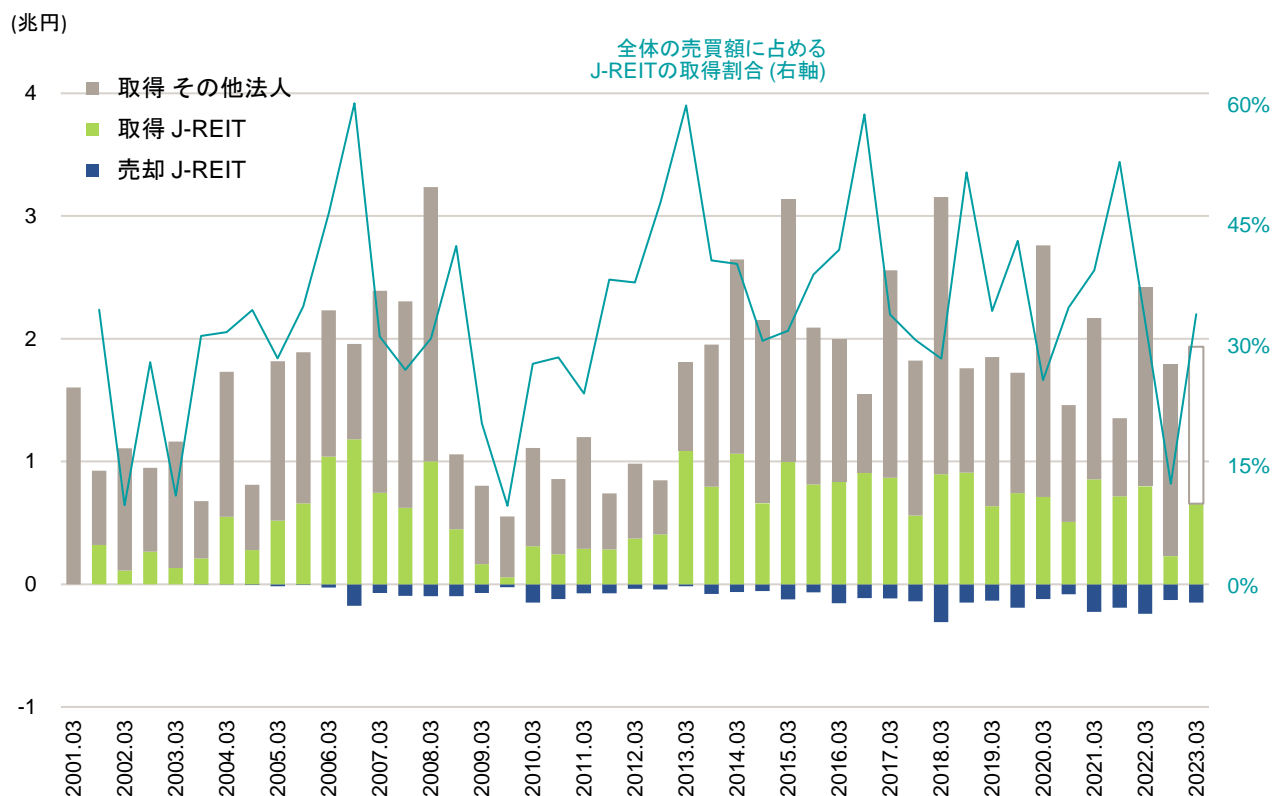
新規上場の REIT	時期	募集額 (億円)
N/A	N/A	0
合計		0

注: 増資額は上限額。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。
 出典: ニッセイアセットマネジメント、不動産証券化協会、Real Capital Analytics、各社公表資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

図表 15 は国内収益不動産の取引額（自己居住用住宅などを除く）及び J-REIT の物件取得額・売却額をそれぞれ示している。2022年10月-2023年3月の不動産取引額は約 1.9 兆円と、6 か月前より約 1 割の増加となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は 1.8 倍の増加、国内の物件売買高に占める J-REIT の割合は 34%となった。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



E: DWS 推定値

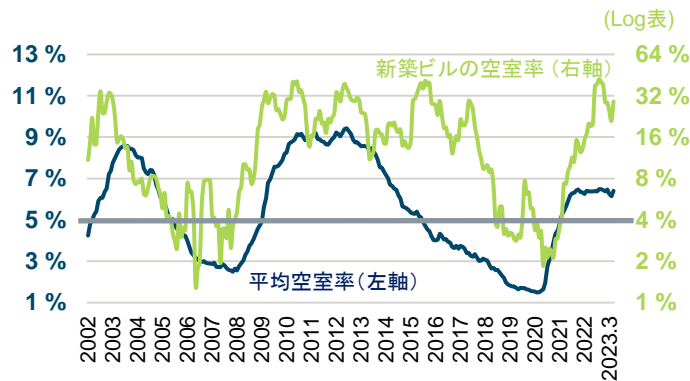
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

3 / 不動産ファンダメンタルズ

3.1 オフィス

都心5区 オフィスビルの平均空室率は2023年3月に6.4%と、21年6月以来21か月連続6%台で推移した。竣工12ヵ月以内の新築ビルの空室率は2022年8月に40.5%まで急上昇した後、足元でも29%と高い水準で推移している。景気回復のよる移転需要はあるものの、フリーアドレス制の導入や在宅勤務を組み合わせるハイブリッド型の勤務体系が定着した影響もありスペース需要の回復に勢いがみられない。また、欧米本社のリストラの影響を受けて外資系IT企業の動きも鈍くなっているとの観測もある。今年大型オフィス供給が集中する三田・虎ノ門・麻布台など港区エリアを中心に空室がより増えることが懸念され、竣工時にテナント内定率の低い新築ビルではテナントの獲得競争が激しくなる可能性がある。

図表 16: 東京都心5区 の平均空室率と新築ビルの空室率の推移

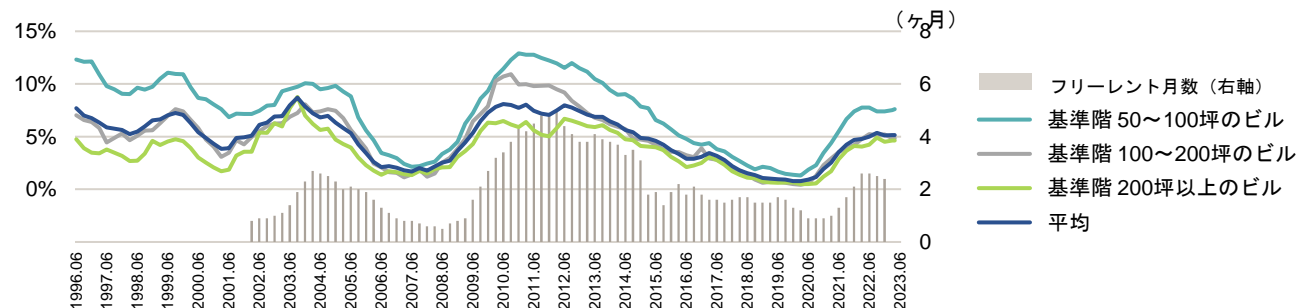


供給予定の大型ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
住友不動産新宿ファーストタワー	23/3	33	90,705
道玄坂通	23/3	28	41,950
田町タワー	23/6	29	112,179
麻布台ヒルズ*	23/7	64	461,877
虎ノ門ヒルズステーションタワー	23/8	49	238,442
HANEDA INNOVATION CITY 1-2	23/8	10	72,680
虎ノ門二丁目地区再開発 業務棟	23/11	38	180,653
渋谷駅桜丘口地区再開発 A 街区	23/11	39	184,800
五反田計画	23/12	20	69,230

出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

2023年4月の東京都心3区 オフィス空室率は5.2%と、2022年夏場以降5%台で推移している。基準階200坪以上の大規模ビルの空室率は4.6%、100-200坪、50-100坪クラスのビルではそれぞれ4.8%、7.6%と、どれも概ね概ね横ばいで推移している。2022年12月のフリーレント期間は2年前の20年12月から1.5か月増の2.4ヶ月となり、大量供給を見据えて寛大な条件を提示するビル・オーナーが増えるものとみられる。

図表 17: 東京都心3区 の基準階面積別オフィス空室率の推移

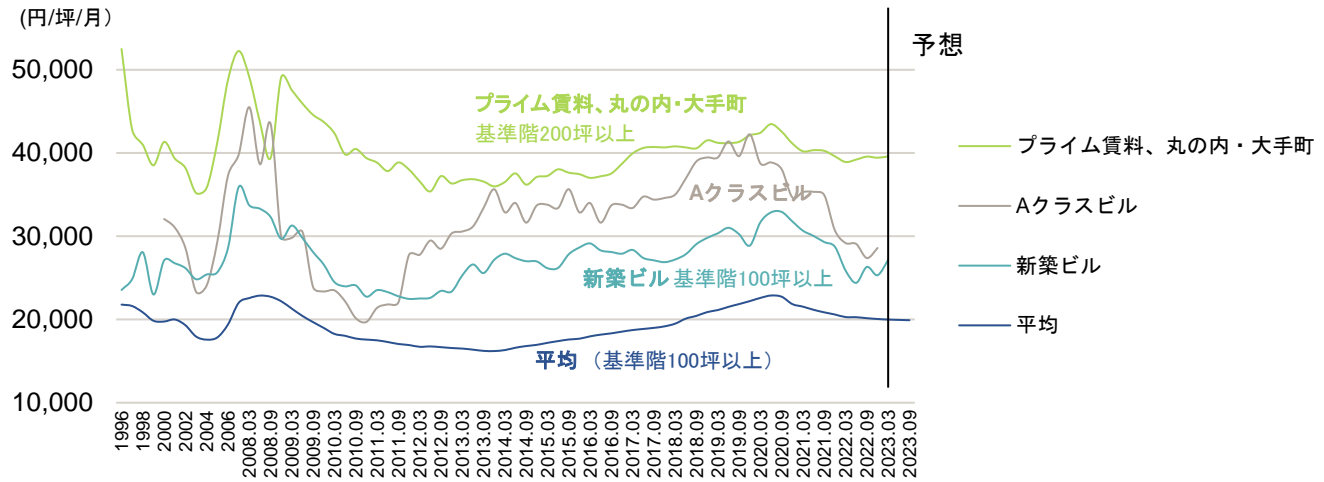


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

空室率の上昇を受け、2023年3月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は2020年12月から10四半期連続での下落が続き、累計約12%の下落となった。丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)は累計マイナス7.0%と比較的緩やかな下落幅となったのに対し、新築ビル(水色)と既存のAクラスビル(灰色)とはそれぞれ累計でマイナス17.5%、マイナス24.8%と大幅な下落となり、丸の内地区を除くとグレードの高いビルでテナント確保競争が激化していることが見て取れる。

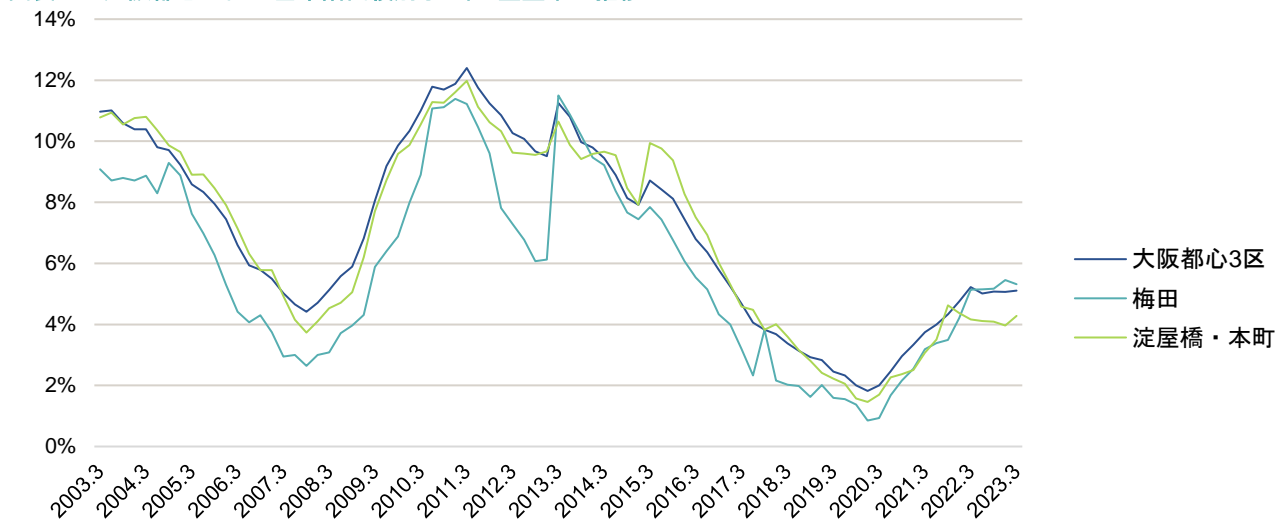
図表 18: 東京都心5区のグレード別オフィス募集賃料の推移



F: DWS 予想値
出典: 三鬼商事、三幸エステート、ニッセイ基礎研究所の資料をもとに DWS 作成

2023年3月の大阪都心3区 のオフィス空室率は5.1%と、コロナ禍での上昇局面は一服しこの1年間でほぼ横ばいで推移している。もっとも、大阪中心部では2023-2024年で計10.8万坪とオフィスの大量供給が予定されているだけに、空室率にはもう一段の上昇圧力がかかる可能性がある。

図表 19: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス空室率の推移

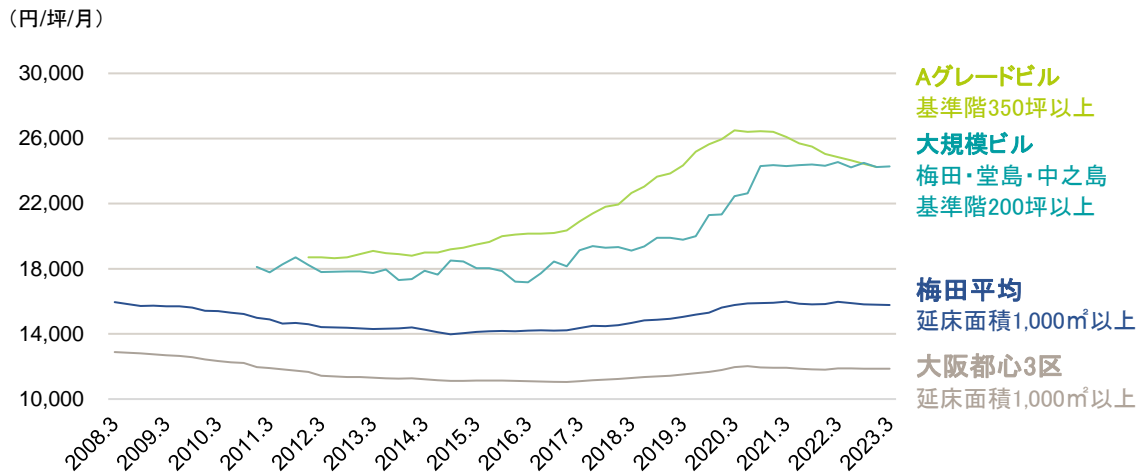


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

大阪は東京に比べ在宅勤務の影響が比較的少ない分、中小型オフィスの需要が安定しているのに対し、新築やAグレードビルではある程度の需要の減退がみられる。2023年3月の大阪都心3区のオフィスの平均賃料(灰色)は前年同期比でほぼ横ばい、梅田周辺エリアの大規模オフィスの賃料(水色)と梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)もコロナ以前の水準をほぼ維持した。一方、グレードAビルの賃料(黄緑色)はコロナ以前のピークから約6.6%下落した。

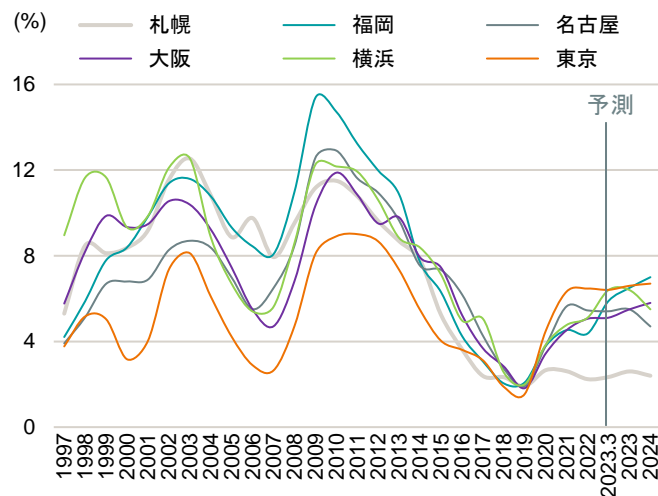
図表 20: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



出典: 三鬼商事、三幸エステート、CBRE、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成

2023年3月の国内主要都市のオフィス空室率は、横浜が6.4%、名古屋、大阪、福岡はいずれも5%台とコロナ禍前の2%前後から軒並み上昇したが、札幌は2.3%と低い水準に踏みとどまっている。大企業の集中する東京に比べ、中小企業の多い地方都市では在宅勤務の影響も東京に比べ限定的となっているが、オフィス市場規模が小さい都市では大型ビルの供給があるたびに局地的に空室率が上昇する傾向があり、今後の見通しも供給水準に左右される。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
難波パークスサウススクエア(大阪)	23/1	14	19,652
本町ガーデンシティテラス(大阪)	23/4	19	19,071
鹿島中州ビル(福岡)	23/6	14	16,091
エニオ名駅(名古屋)	23/6	16	19,896
中日ビル(名古屋)	23/7	33	117,094
アーバンネット御堂筋ビル(大阪)	23/12	21	42,389
梅田3丁目計画(大阪)	24/3	40	135,500

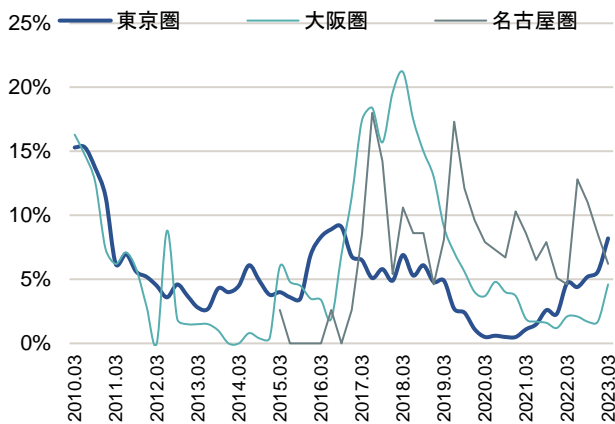
出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

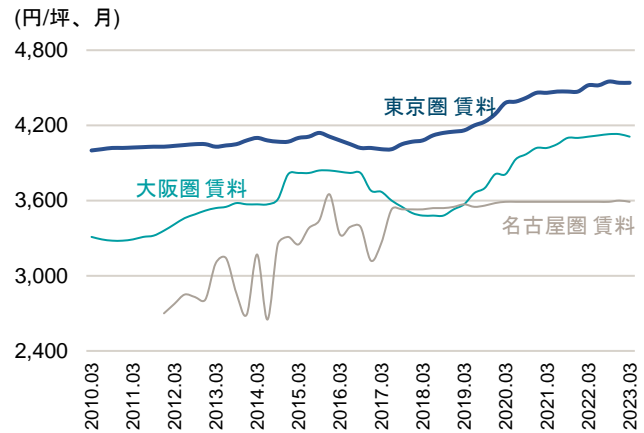
3.2 物流施設

2022年に過去最大の物流施設の新規供給があった影響もあり、2023年第1四半期の東京圏の物流施設の空室率は8.2%と半年前より3.0ポイント上昇し、7年ぶりの水準となった。同時期の大阪圏の空室率は同2.9ポイント増の4.6%となったのに対し、供給がー巡した名古屋圏では4.8ポイント低下の6.2%となった。実質賃料は東京圏、大阪圏、名古屋圏でいずれもほぼ横ばいで推移した。

図表 22: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移
マルチテナント型物流施設の空室率推移



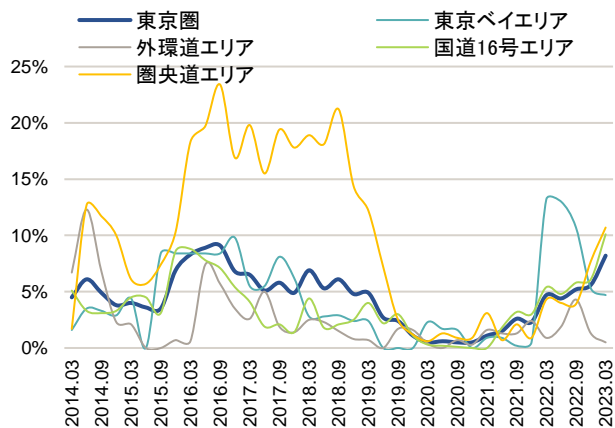
大型物流施設の実質賃料推移



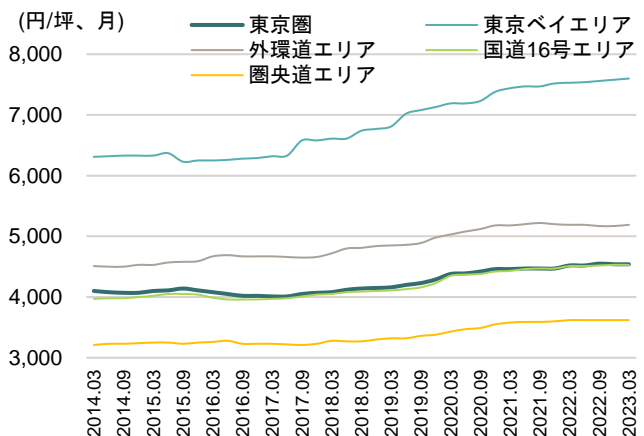
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2023年第1四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率は、東京ベイエリア、外環道エリアがいずれも5%以下の比較的堅調な水準を保ったのに対し、国道16号エリア、圏央道エリアは大規模供給の影響で10.1%、10.7%と、半年前の5%前後の水準から大幅に増加しており、竣工してから満床になるまでに時間を要する事例が増えている。実質賃料はいずれのエリアも前年同期比で1%以下の緩やかな上昇が横ばいで推移した。

図表 23: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移
東京圏エリア別マルチテナント型物流施設の空室率



東京圏エリア別マルチテナント型物流施設の実質賃料

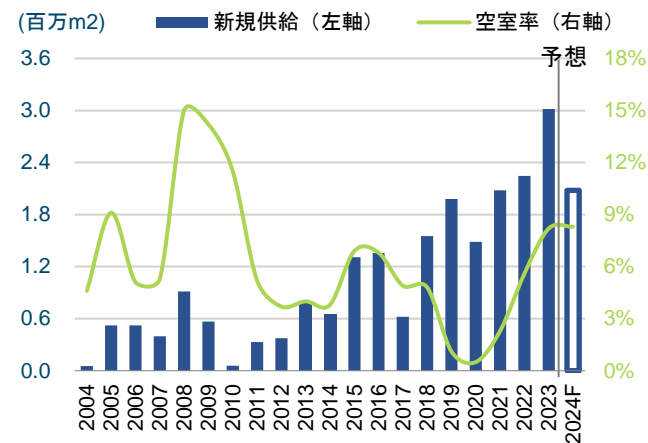


出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

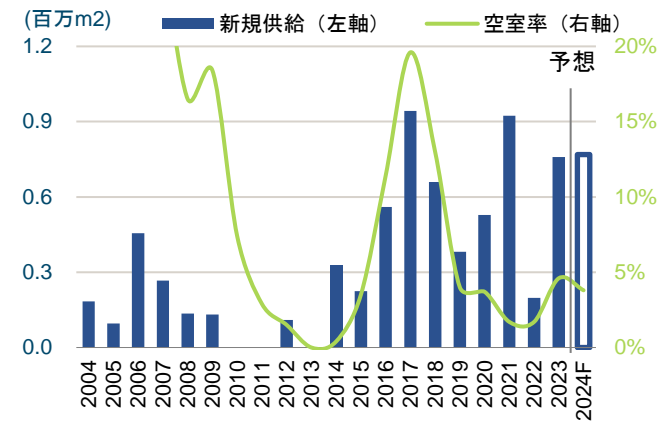
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

東京圏では2022年に過去最大となる225万㎡の新規供給が行われ、2023年もこれをさらに上回る302万㎡の供給が予定されており、空室率は高止まりするものとみられる。ただし、建設コストの高騰で建築計画が後ろ倒しになるケースも出ており、今後大量供給の計画が多少緩和される可能性もある。大阪圏でも2023年と2024年に計150万㎡超の供給が予定されているが、賃貸需給は比較的安定しており、空室率は2024年まで5%以下の水準を維持するとみられる。2024年よりトラックドライバーの残業規制が厳しくなるため、今後は陸運での遠隔地輸送に一定の制限がかかるとみられ、地方の物流拠点の重要性が増していく地合いにある。

図表 24: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移
東京圏



大阪圏

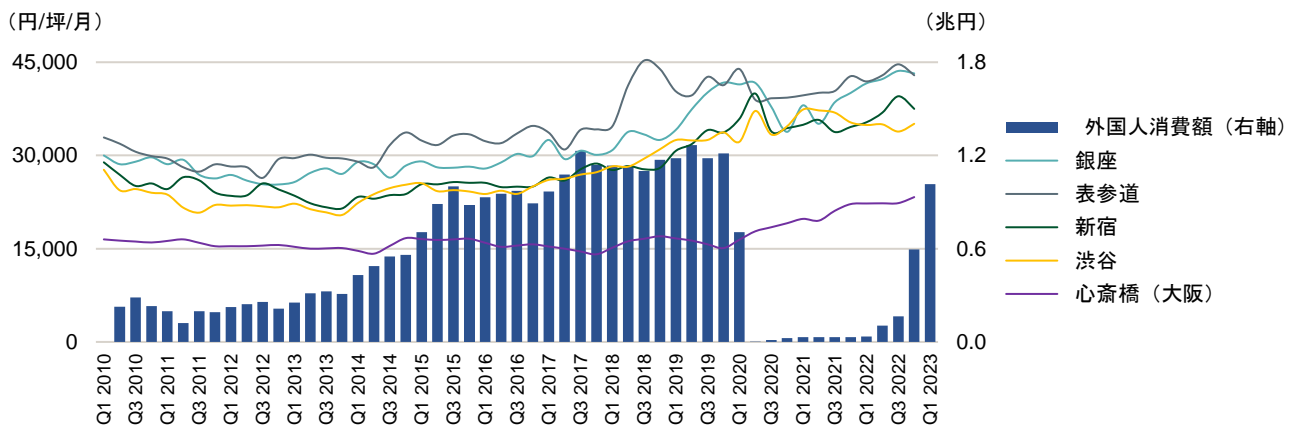


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

3.3 商業施設

2022年10月の水際対策の緩和によってインバウンド需要で堅調な回復が進んでおり、2022年第4四半期の都心商業施設の募集賃料の前年同期比は、新宿、銀座でそれぞれ8.4%、7.8%の大幅な上昇となり、表参道、心斎橋(大阪)でも上昇がみられた。ただし、新型コロナの影響でライブハウスやアミューズメント業種の閉店が多かった渋谷地区では同0.6%の下落となり、明暗が分かれた。

図表 25: 主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移 (東京・大阪)

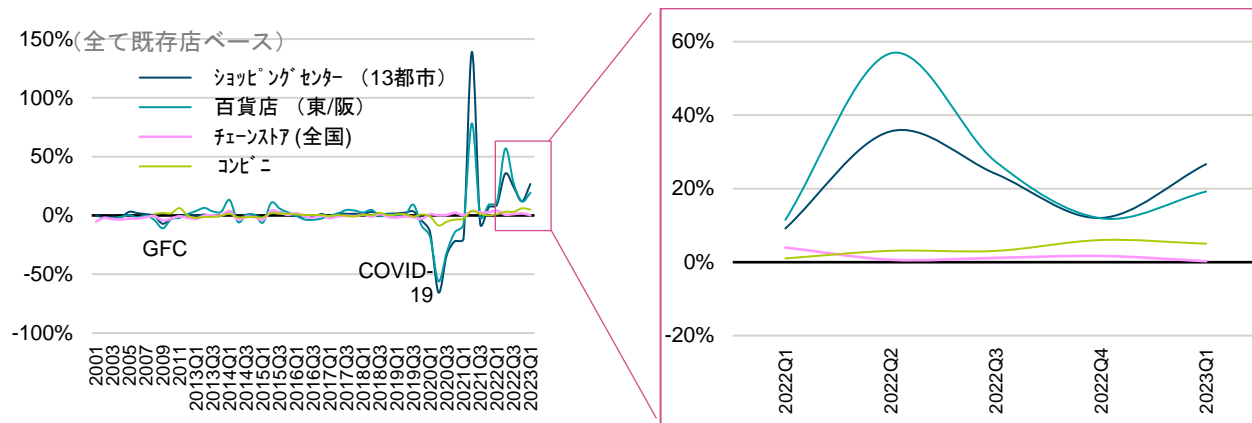


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)
出典: スタイルアクト、日経不動産マーケット情報、観光庁の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

コロナ禍の反動もあり、2023年第1四半期の百貨店（東京・大阪地区）とショッピングモール（13大都市）の既存店舗売上高は、前年同期比でそれぞれ19.2%と26.7%と大幅に上昇した。客足の増加に加え、特に高級ブランド品や高額品の販売が好調だった。また新商品の開発で特に食品の売れ行きが好調だったコンビニの売上も5.0%の増加となったが、コロナ禍でも売上の落ち込みがなかったチェーンストアはほぼ横ばいとなった。

図表 26: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)
過去年間

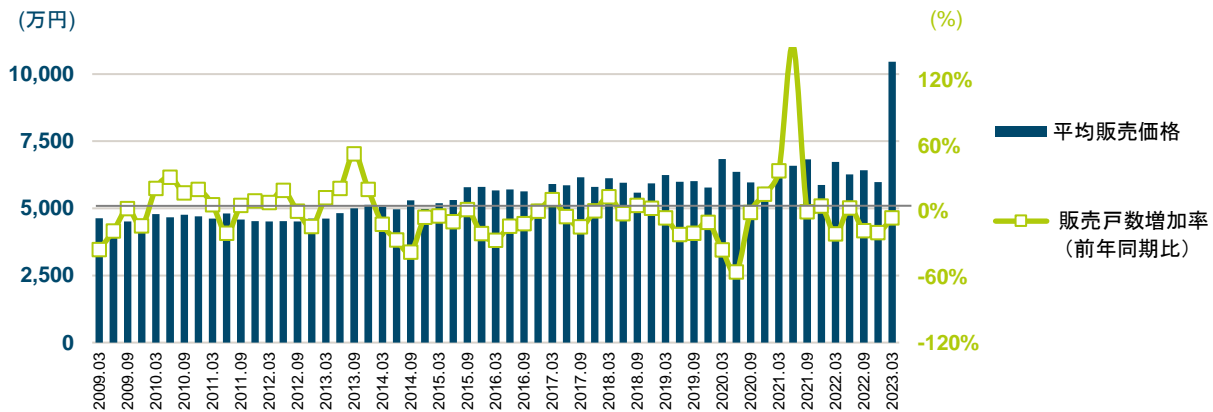


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

3.4 住宅

2023年第1四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は10,641万円と四半期ベースで史上初めて1億円の大台に乗せ、特に東京23区では期中の平均価格が1.3億円、3月単月では2.2億円と、これまでの業界の常識を大きく覆す価格となった。これは特定の「億ション」に引上げられた瞬間風速的な数字ではあるものの、以前の水準より相場が高止まりする可能性もある。高騰する都心部を避けるため、子育て世帯を中心に郊外への転出も多くなっている。首都圏のマンション供給戸数は前年同期比9.8%の下落となり、大手デベロッパーを中心に都心部や湾岸部の高額物件に経営資源を集中する傾向が続いている。

図表 27: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移

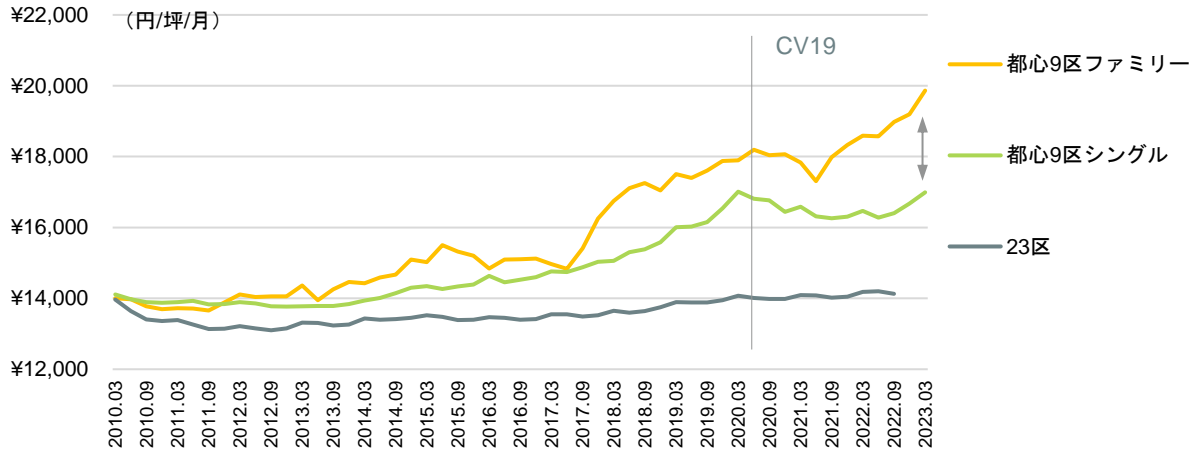


出典: 不動産経済研究所、東京カンテイの資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

賃貸需要についても、より広いスペースを求める共働き世帯や高所得世帯の需要にけん引される形で、2023年3月の都心9区のファミリータイプの賃貸住宅募集賃料は前年同期比で6.8%と大幅に上昇した。一方、アフターコロナへの移行で会社員や学生の生活もコロナ前の状態に戻りつつあり、コロナ禍で低迷していたシングルタイプの募集賃料も同時期に3.2%の上昇となった。分譲マンション価格の高騰が続くなか、今後も都心部を中心に質の高い賃貸住宅についても底堅い需要が続くものと見込まれる。

図表 28: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

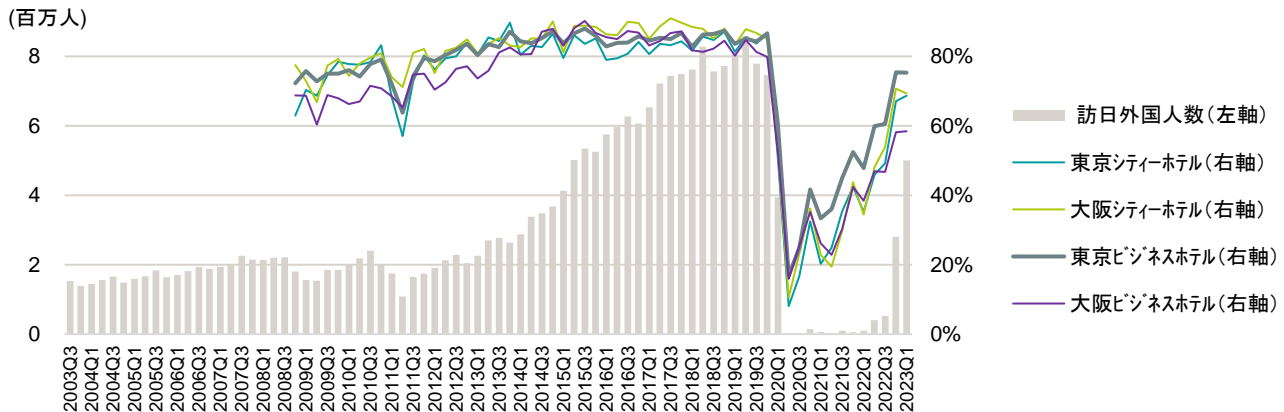


出典:リーシング・マネジメント・コンサルティング、不動産証券化協会、東日本不動産流通機構の資料をもとに DWS 作成

3.5 ホテル

水際対策の緩和で訪日客の需要回復が順調に進んでいることから、2023年第1四半期のホテル稼働率は、東京のビジネスホテルで75%とコロナ後最も高い水準となったほか、東京と大阪のシティホテルでもそれぞれ70%の水準まで回復が進んだ。今後も中国人観光客への入国制限緩和や円安の影響で、夏場以降ホテルの稼働率はさらにもう一度の回復が見込まれる。

図表 29: 訪日外国人と東京と大阪のホテル稼働率



出典:観光庁、日本政府観光局の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

AUTHORS



Koichiro (Ko) Obu
Head of Real Estate Research, Asia Pacific



Hyunwoo Kim
Property Market Research

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2023 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

DWS はドイツ銀行グループの資産運用を行う部門の総称で不動産投資運用部門を含んでいます。この不動産投資運用部門では事業の一環として不動産投資運用/助言業務(*)を行っております。不動産投資運用/助言業務は、ドイツ銀行グループに属する各国の地域会社によって遂行されています。その主な会社としては米国の RREEF America L.L.C.、ドイツの DWS Grundbesitz GmbH, DWS Real Estate GmbH, DWS Alternatives GmbH、オーストラリアの DWS Investments Australia Limited (ABN 52 074 599 401、オーストラリア金融サービス免許登録事業者)、香港の Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Hong Kong Branch および DWS Investments Hong Kong Limited、日本のドイチェ・アセット・マネジメント株式会社、シンガポールの DWS Investments Singapore Limited (登録番号 198701485N)、英国の Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited, DWS Alternatives Global Limited、DWS Investments UK Limited などがあります。(*)ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社においては不動産に係る投資に関し助言業務を行っております。

DWS Research の主要スタッフは不動産投資運用部門が傘下に持つファンドの投資委員会の議決メンバーです。投資委員会の議決メンバーは投資や買収、その他議決が必要な行為に関し議決権を有します。加えて、リサーチのスタッフは不動産投資運用部門や傘下のグループ会社が運営する投資勘定や投資ビークルの投資結果に応じて、インセンティブ収益を得ている可能性があり、現在得ていなくても今後得る可能性があります。当社の関連会社は本レポートに掲載された金融商品・証券等についてマーケットメイクを行っている場合があります。また自己勘定取引・デリバティブ取引をこれまでに行った、あるいは今後行う場合があります。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとに DWS が作成し、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が配布しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当資料に記載の内容は将来の運用成果などを保証もしくは示唆するものではありません。また、各種データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値などを保証もしくは示唆するものではありません。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

不動産投資は、高度なリスクと流動性の潜在的な制限が伴うため、豊富な知識および経験を備えた投資家のみに適しています。投資の目的の達成または投資のすべてあるいは一部に対する収益は一切保証されず、投資結果は期間によって大きく異なる可能性があります。当資料は投資に関する助言を構成するものではなく、投資の決定の主要な判断材料を提供するものではありません。

当資料で述べている意見には、見直し情報を構成するものもあります。DWS の分析におけるさまざまなリスク、不確実性および仮説により、この文書の調査報告に含まれる実際の出来事、結果または実際の市場の成果はその記載内容と大きく異なる場合があります。当資料に含まれる情報は DWS の現在の見解を反映するだけのものであり、DWS の見解は今後変更される可能性があり、その内容を確約するものではありません。また、ここで述べた意見と同様の出来事が発生するとは限りません。当資料およびここに含まれる情報は、いかなる契約または約束の根拠を形成するものではありません。

#-230516-1

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 359 号

(加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)

当資料は情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は信頼できる情報をもとに DWS が作成して、日本国内ではドイチェ・アセット・マネジメント株式会社がこれを配布しております。本書記載の内容については日本国内ではドイチェ・アセット・マネジメント株式会社がお問い合わせの窓口となりますので、ご質問などございましたらドイチェ・アセット・マネジメント株式会社の担当者までご連絡願います。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することはできません。

当資料に記載のデータや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。また、経済・市況の分析等やこれらに基づく将来の見通し等は当社の運用方針、投資判断とは何ら関係がありません。当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。

DWS Investments Japan Limited

Financial Instruments Business Operators

Director of the Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 359

(Member of Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Japan Investment Advisers Association and Type II Financial Instruments Firms Association)

This document does not constitute an offer or solicitation of specific financial products or services. Certain fees or other costs may be incurred if the financial products, services or investment strategies described in this document are purchased or acquired. There is a risk of capital loss associated with the financial products, services and investment strategies described in this document, and the value of any investment in same may decrease due to market or economic trends, price fluctuations or otherwise. Please evaluate the financial products and services and read the Explanatory Documents, the Prospectus and other related documents

Carefully prior to purchasing or investing in such products and services.